



13Q2 净利润超预期，下半年营收增速有望继续回升

2013.07.31

谨慎推荐(维持)

王健超(高级分析师) 徐舜(分析师)
电话: 020-88836121 020-88836105
邮箱: wangjc_a@gzgzhs.com.cn xushun@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512070006 A1310513070003

现价: 26.8 元
目标价: 29.5 元
股价空间: 10.1%

食品饮料行业

事件:

7月31日,加加食品公布2013年中报。13年1-6月,公司营业收入同比增加12.92%,营业利润同比增加15.72%,归属母公司净利润同比增加29.50%。

投资要点:

● 收入增速快于成本增速,产品结构升级带动毛利率走高

报告期内公司营收恢复2位数增长,显示了公司在完成产品结构调整后,销售情况明显改善。营业利润增速比营业收入增速快了2.80个百分点,主要是因为(1)公司产品结构调整后部分产品销售价格有所提高,推动上半年综合毛利率同比微升1.14个百分点;(2)管理费用率同比下降0.29个百分点。

● 营业外收入超预期,提升净利润增速

报告期内公司收到计入营业外收入的政府补助达1102万元,占公司税前利润的13%。相比去年同期,这一数额增加了1015万,占公司税前利润增加额的52%。因此,大额的政府补助是净利润增速远超营业收入增速、营业利润增速的重要原因。

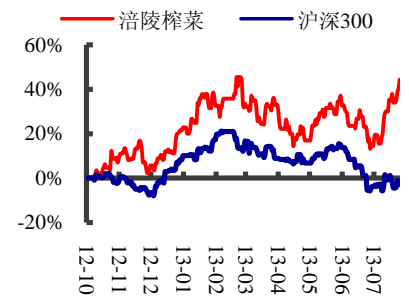
● 渠道升级和下沉工作落实,下半年营收增速有望继续提升

公司大力度推动渠道升级工作,建立行政区域配送商网络,覆盖了全国省城行政区和地级市,做透管住一二级市场,提高产品终端覆盖率。同时,积极开发空白地、县级市场,使乌江的市场延伸下县下乡,进一步拓展市场网络。随着渠道升级和下沉工作的落实,下半年公司营收增速有望继续提升。

● 投资建议: 我们预计公司13-14年净利润同比增速为29.3%、18.7%,摊薄后EPS分别为1.05、1.25元,7月30日收盘价对应PE分别为25.5、21.4倍,维持“谨慎推荐”,目标价29.5元(对应13年28倍PE)。

● 风险提示: 渠道开拓受阻、原料成本超预期上涨、食品安全风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
涪陵榨菜	23.5	21.0	4.1
食品饮料	9.3	5.4	8.6
沪深300	-0.5	-10.5	-18.2

基本资料

总市值(元)	41.54 亿
总股本(股)	1.55 亿
流通股比例	32.42%
资产负债率	17.61%
大股东	重庆市涪陵区 国资委
大股东持股比例	35.57%

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(百万元)	704.7	712.7	810.4	980.1
同比(%)	29.3%	1.1%	13.7%	20.9%
净利润(百万元)	88.4	126.5	163.5	194.0
同比(%)	58.6%	43.0%	29.3%	18.7%
每股收益(元)	0.57	0.82	1.05	1.25



资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	491.8	497.6	483.5	629.1	874.0	营业收入	704.7	712.7	810.4	980.1	1,187.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-	减:营业成本	447.8	410.2	453.5	548.2	657.7
应收帐款	5.3	5.4	7.2	9.0	11.2	营业税费	6.3	8.7	10.1	12.3	14.8
应收票据	15.3	1.8	2.2	2.7	3.3	销售费用	132.6	132.3	154.0	186.2	225.7
预付帐款	2.2	8.1	9.7	8.5	12.0	管理费用	26.5	30.9	36.5	45.1	55.8
存货	128.7	113.4	130.5	159.2	192.8	财务费用	-10.6	-14.0	-16.1	-19.4	-25.3
其他流动资产	3.9	3.5	2.8	1.1	-3.2	资产减值损失	-0.0	0.1	-1.3	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	营业利润	102.0	144.5	173.7	207.8	259.0
投资性房地产	-	-	-	-	-	加:营业外净收支	2.5	4.5	19.8	21.8	24.0
固定资产	367.9	416.0	526.9	612.3	640.5	利润总额	104.5	149.1	193.5	229.6	282.9
在建工程	36.6	53.6	80.2	48.1	28.9	减:所得税	16.1	22.6	30.0	35.6	43.9
无形资产	16.8	16.6	44.6	72.6	100.6	净利润(含少数股东损益)	88.4	126.5	163.5	194.0	239.1
其他非流动资产	7.6	7.0	13.5	14.2	15.0						
资产总额	1,076.1	1,123.0	1,301.0	1,556.9	1,875.0	财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
短期债务	-	-	-	-	-	成长性					
应付帐款	74.5	72.3	63.4	76.6	91.9	营业收入增长率	29.3%	1.1%	13.7%	20.9%	21.2%
应付票据	-	-	34.8	42.1	50.5	营业利润增长率	58.2%	41.6%	20.2%	19.6%	24.6%
其他流动负债	95.0	72.8	101.4	142.8	198.1	净利润增长率	58.6%	43.0%	29.3%	18.7%	23.2%
长期借款	-	-	-40.0	-40.0	-40.0	盈利能力					
其他非流动负债	26.6	25.7	25.7	25.7	25.7	毛利率	36.4%	42.4%	44.0%	44.1%	44.6%
负债总额	196.1	170.8	185.3	247.1	326.2	营业利润率	14.5%	20.3%	21.4%	21.2%	21.8%
少数股东权益	-	-	-	-	-	净利润率	12.5%	17.7%	20.2%	19.8%	20.1%
股本	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	ROE	10.0%	13.3%	14.7%	14.8%	15.4%
留存收益	725.0	797.2	960.7	1,154.7	1,393.8	ROA	8.2%	11.3%	12.6%	12.5%	12.8%
股东权益	880.0	952.2	1,115.7	1,309.7	1,548.8	偿债能力					
						资产负债率	18.2%	15.2%	14.2%	15.9%	17.4%
现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	速动比率	3.82	4.34	3.19	3.10	3.20
净利润	88.4	126.5	163.5	194.0	239.1	利息保障倍数	-8.61	-9.29	-9.80	-9.71	-9.25
加:折旧和摊销	26.3	31.7	32.0	41.6	47.9	运营效率					
资产减值准备	-0.0	0.1	-1.3	-	-	存货周转天数	59	61	54	53	53
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	总资产周转天数	527	555	538	525	520
财务费用	6.6	-	-0.0	-16.1	-19.4	每股资料					
投资收益	-	-	-	-	-	EPS(元)	0.57	0.82	1.05	1.25	1.54
少数股东损益	-	-	-	-	-	BVPS(元)	5.68	6.14	7.20	8.45	9.99
营运资金的变动	10.7	-2.9	32.8	22.9	32.8	估值比例					
经营活动产生现金流量	118.2	152.4	210.9	239.1	294.5	PE(X)	47.0	32.9	25.40	21.41	17.37
投资活动产生现金流量	-118.5	-92.4	-200.0	-120.0	-80.0	PB(X)	4.7	4.4	3.7	3.2	2.7
融资活动产生现金流量	-46.5	-54.3	-23.9	29.4	35.3	PS(X)	5.9	5.8	5.1	4.2	3.5

王健超（食品饮料行业，高级分析师）

西南财经大学金融学硕士、统计学学士。6年证券从业经验，具备较深厚的资本市场研究功底，善于挖掘行业和公司基本面变化带来的投资机会，并结合消费趋势的数量分析及商业模式的定性分析双维度判断公司的投资价值。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG